

海缆业务驱动成长, 盈利能力持续提升

投资要点

- 业绩总结:** 公司2020年全年实现营业收入50.52亿元, 同比增长36.90%; 实现归母净利润8.87亿元, 同比增长96.26%; 实现扣非归母净利润8.24亿元, 同比增长89.30%, EPS1.36元, 业绩符合预期。公司拟每10股派发现金红利2.3元(含税)。
- 海上风电抢装推动量价齐升, 海缆业务迅猛发展提高毛利。** 公司2020年业绩的持续高速增长得益于海缆及海洋工程业务的快速增长, 2020年海缆业务实现营收21.78亿元, 同比增长48.11%, 毛利率高达53.72%; 海洋工程业务营收达2.29亿元, 同比增长71.20%。海缆及海洋工程业务的量价齐升主要受益于海上风电抢装带来的旺盛海缆需求。由于国家补贴政策的调整, 今年将持续推动国内海缆业务的高速增长。
- “十四五”规划助力海风建设, 公司发展具备长期支撑。** 2020年国内海上风电新增装机3.06GW, 累计装机9.9GW。江苏、广东和浙江等省份率先出台“十四五”期间海上风电发展规划, 三个省份海上风电装机容量合计超过30GW, 年均新增海上风电装机容量超过6GW。这将带来对海缆产品的持续大规模需求。未来公司还将继续扩张高端产品产能, 助力公司业绩再次飞跃。
- 公司在手订单饱满, 产能持续扩张维持业绩高增。** 据统计, 公司2020年全年新增海缆及敷设相关订单约73亿元, 同比增长约217%, 测算目前公司在手海缆订单超过60亿元, 大部分订单会在2021和2022年确认收入, 公司海缆营收将会继续大幅增长。公司新基地预计在21年7月建成投产, 届时海缆产能预计翻倍, 有力支撑21年的订单交付需求。同时基地配有特种电缆产能, 可以提升公司陆缆产品毛利率, 未来公司还将继续扩张高端产品产能, 助力公司业绩再次飞跃。
- 盈利预测与投资建议。** 公司海缆业绩将继续保持高速增长, 同时北仑新厂将新增高附加值的特种电缆产能, 优化公司产品结构, 进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为25%。考虑公司海缆龙头地位, 及未来公司新业务的发展, 我们给予公司2021年15倍PE, 目标价30.60元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 公司产能未能如期释放; 2022年海上风电订单需求下降明显、公司海缆产能利用率下降; 海缆供需格局变化, 带来产品价格下滑过大的风险。

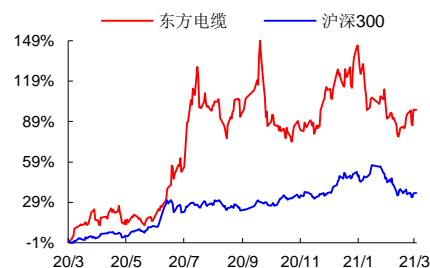
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5052.34	7107.00	8907.00	9907.00
增长率	36.90%	40.67%	25.33%	11.23%
归属母公司净利润(百万元)	887.35	1336.40	1349.90	1268.35
增长率	96.26%	50.61%	1.01%	-6.04%
每股收益EPS(元)	1.36	2.04	2.06	1.94
净资产收益率ROE	28.35%	32.24%	25.82%	20.37%
PE	17	11	11	12
PB	4.85	3.66	2.90	2.44

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

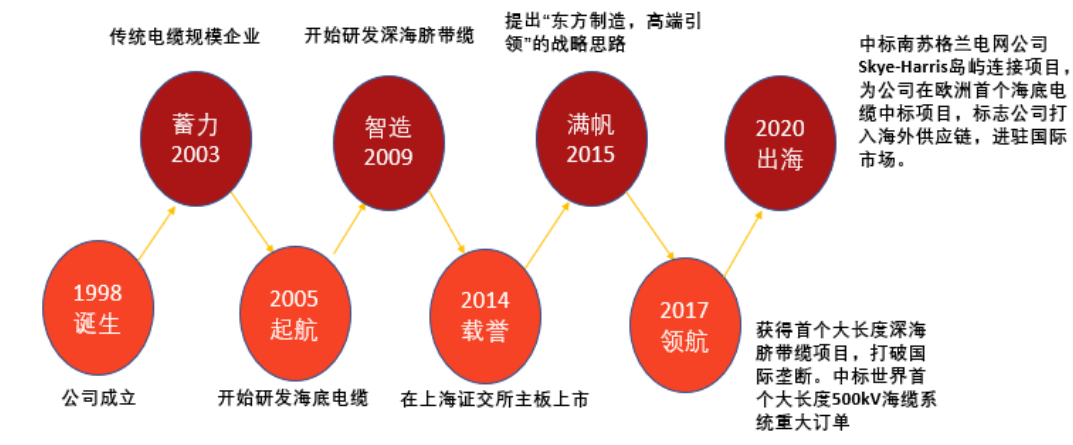
总股本(亿股)	6.54
流通A股(亿股)	6.54
52周内股价区间(元)	12.02-29.18
总市值(亿元)	151.56
总资产(亿元)	60.92
每股净资产(元)	4.62

相关研究

1 海缆业务持续高增长，公司业绩三年复合增长率 160%

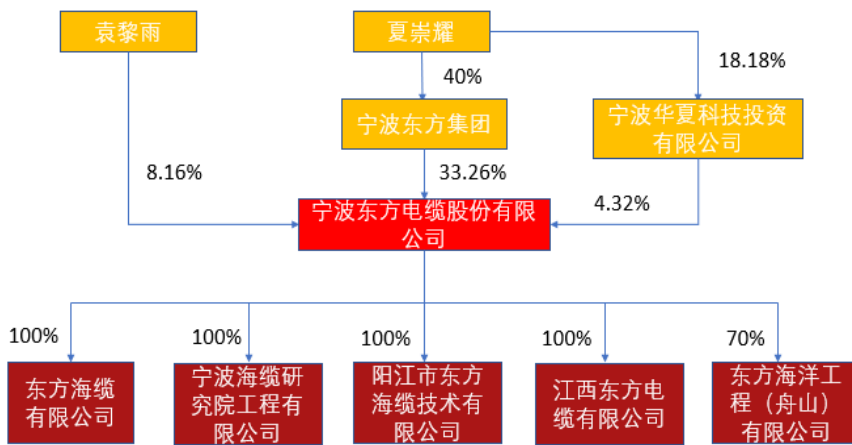
宁波东方电缆股份有限公司（以下简称“东方电缆”）成立于 1998 年，于 2014 年 10 月在上交所上市，是自主研发并专业制造电线电缆的企业，产品广泛应用于电力、建筑、通信、石化、轨道交通、风力发电、核能、海洋油气勘探、海洋军事等领域。公司拥有 500kV 及以下交流海缆、陆缆，±320kV 及以下直流海缆、陆缆的系统研发生产能力，并涉及海底光电复合缆，海底光缆，智能电网用光复电缆，核电缆，通信电缆，控制电缆，电线，综合布线，架空导线等一系列产品；同时提供海洋工程用线缆的客户定制化服务(如：脐带缆等)；并通过了 ISO 三大体系认证，拥有挪威船级社 DNV 认证证书。公司客户为国家电网、南方电网、中海油等央企企业，五大发电集团也与公司建立了长期战略合作关系。**2018 年公司交付了首条海洋脐带缆，打破国际垄断局面，稳坐中国海缆第一品牌的地位。**

图 1：公司发展大事记



数据来源：Wind，西南证券整理

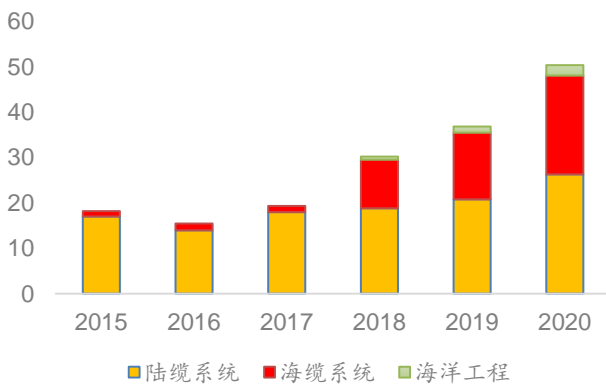
公司实际控制人为夏崇耀董事长及其夫人袁黎雨。公司最大股东为宁波东方集团有限公司，持股比例为 33.26%。公司董事长夏崇耀兼任东方集团董事并持有该集团 40% 的股份。公司第二大股东为袁黎雨，持股比例为 8.16%。公司第三大股东为宁波华夏科技投资有限公司，持股比例为 4.32%，其中夏崇耀董事长持有该公司 18.18% 的股份，为该公司实际控制人。公司有 5 家参控股子公司，其中 4 家为全资子公司，1 家持股比例为 70%，分别为东方海缆有限公司、宁波海缆研究院工程有限公司、阳江市东方海缆技术有限公司、江西东方电缆有限公司、东方海洋工程（舟山）有限公司，分别负责陆缆和海缆的生产、研发和销售，以及海洋工程和海缆配套等服务。

图 2：公司股权结构及子公司


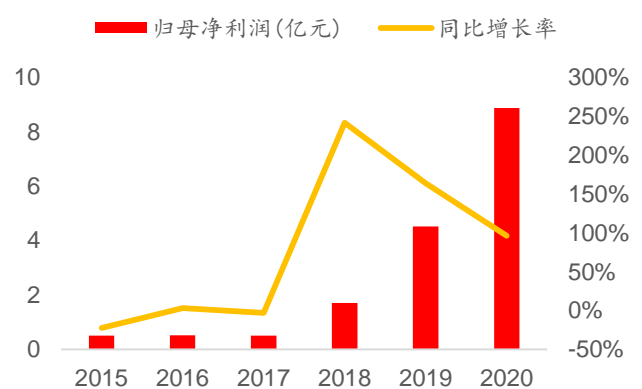
数据来源：Wind，西南证券整理

公司 2020 年全年实现营业收入 50.52 亿元，同比增长 36.90%；实现归母净利润 8.87 亿元，同比增长 96.26%；实现扣非归母净利润 8.24 亿元，同比增长 89.30%；综合毛利率达 30.55%，同比上升 6 个百分点。公司连续三年高速增长，三年归母净利润复合增长率达到 160%。

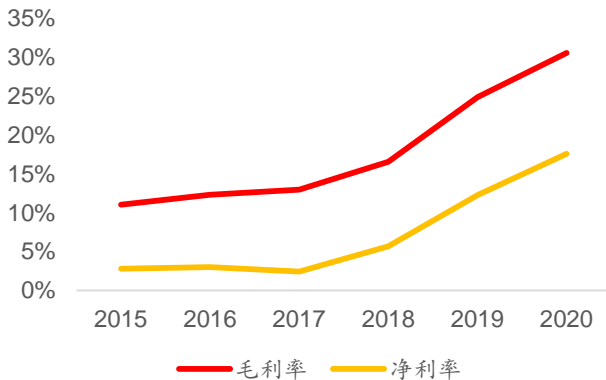
公司 2020 年业绩的持续高速增长得益于海缆及海洋工程业务的快速增长，2020 年海缆业务实现营收 21.78 亿元，同比增长 48.11%，毛利率高达 53.72%；海洋工程业务营收达 2.29 亿元，同比增长 71.20%。海缆及海洋工程业务的量价齐升主要受益于海上风电抢装带来的旺盛海缆需求。由于国家补贴政策的调整，今年将持续推动国内海缆业务的高速增长。

图 3：公司各业务营收历年变化（亿元）


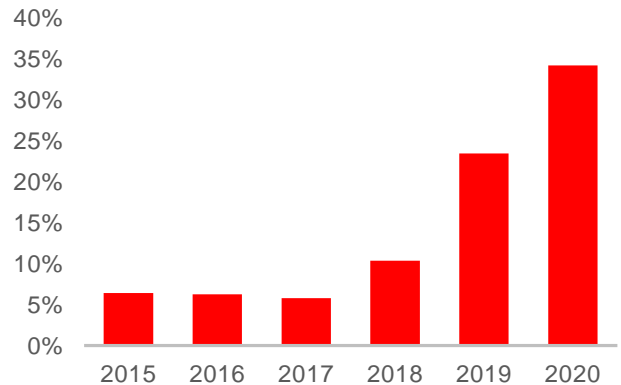
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2020 年归母净利润同比增长 96%


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2020 年毛利率与净利率双双提升


数据来源：Wind，西南证券整理

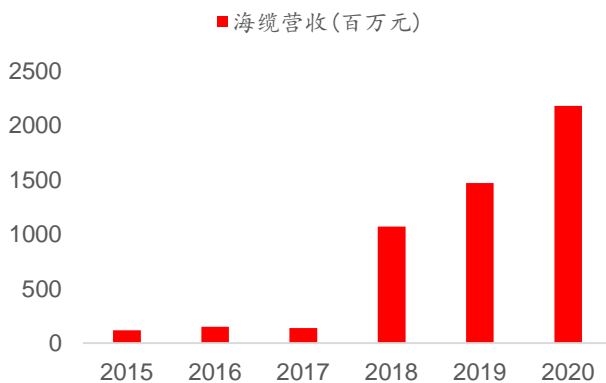
图 6：公司历年 ROE 变化


数据来源：Wind，西南证券整理

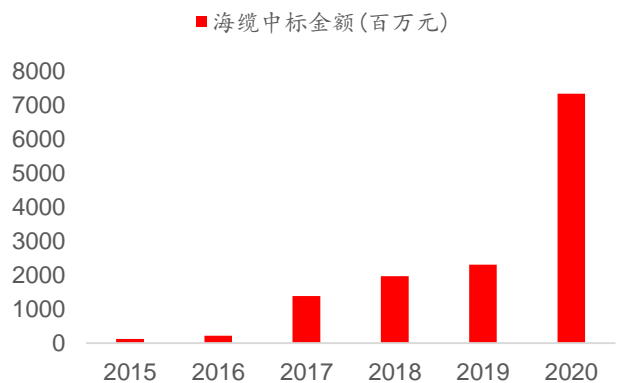
2020 年国内海上风电新增装机 3.06GW，累计装机 9.9GW，海上风电装机规模的快速扩张将带动以海缆为代表的相关产业链不断发展壮大。近期，江苏、广东和浙江等省份率先出台“十四五”期间海上风电发展规划，三个省份海上风电装机容量合计超过 30GW，年均新增海上风电装机容量超过 6GW，这将带来对海缆产品的持续大规模需求放量。“十四五”期间海上风电仍有持续发展空间，公司业绩具备长期发展的支撑。

据统计，公司 2020 年全年新增海缆及敷设相关订单约 73 亿元，同比增长约 217%，测算目前公司在手海缆订单超过 60 亿元，大部分订单会在 2021 和 2022 年确认收入，公司海缆营收将会继续大幅增长。

公司新基地预计在 21 年 7 月建成投产，届时海缆产能预计翻倍，有力支撑 21 年的订单交付需求。同时基地配有特种电缆产能，可以提升公司陆缆产品毛利率，未来公司还将继续扩张高端产品产能，助力公司业绩再次飞跃。

图 7：公司 2020 年海缆营收达 21.79 亿元


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2020 年海缆订单中标金额 73 亿元


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，电缆新产能带动公司营收增长，产能利用率达到 90%以上。

假设 2：公司陆缆毛利率保持稳定水平。

假设 3：行业供需矛盾缓解，公司海缆毛利率开始稳步下降到正常水平。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
陆缆	收入	2630.74	3200	4300	4300
	增速	26.6%	21.6%	34.4%	0.0%
	毛利率	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
海缆	收入	2178.78	3500	4200	5200
	增速	48.1%	60.6%	20.0%	23.8%
	毛利率	53.7%	50.0%	40.0%	30.0%
海洋工程	收入	228.89	400	400	400
	增速	71.2%	74.8%	0.0%	0.0%
	毛利率	23.6%	25.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	5052.3	7107.0	8907.0	9907.0
	增速	36.9%	40.7%	25.3%	11.2%
	毛利率	30.6%	31.4%	26.0%	22.2%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取电缆及风电行业的四家主流公司，2020 年四家公司平均 PE 为 22 倍，2021 年平均 PE 为 15 倍。公司海缆业绩将继续保持高速增长，同时北仑新厂将新增高附加值的特种电缆产能，优化公司产品结构，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 25%。考虑公司海缆龙头地位，及未来公司新业务的发展，我们给予公司 2021 年 15 倍 PE，目标价 30.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
600522.SH	中天科技	11.69	0.65	0.75	1.03	17.93	15.50	11.36
600487.SH	亨通光电	12.48	0.72	0.52	0.69	17.33	23.96	17.96

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
601615.SH	明阳智能	18.55	0.53	0.72	1.13	35.00	25.63	16.44
002202.SZ	金风科技	14.77	0.51	0.67	0.92	28.85	21.94	16.00
平均值						24.78	21.76	15.44

数据来源：Wind，西南证券整理；注：中天科技，金风科技 2020 年为年报公布数据

3 风险提示

- 1) 公司产能未能如期释放的风险；
- 2) 2022 年海上风电订单需求下降明显、公司海缆产能利用率下降的风险；
- 3) 海缆供需格局变化，带来产品价格下滑过大的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5052.34	7107.00	8907.00	9907.00	净利润	887.40	1336.45	1349.95	1268.40
营业成本	3508.74	4871.95	6589.95	7709.95	折旧与摊销	71.28	116.73	162.27	177.27
营业税金及附加	24.46	33.24	42.63	47.15	财务费用	3.66	58.43	59.13	57.61
销售费用	153.94	235.51	291.09	321.63	资产减值损失	-10.87	0.00	0.00	0.00
管理费用	138.35	355.35	356.28	297.21	经营营运资本变动	-568.98	-898.20	-483.90	-327.42
财务费用	3.66	58.43	59.13	57.61	其他	311.49	0.72	1.28	-0.76
资产减值损失	-10.87	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	693.98	614.13	1088.73	1175.10
投资收益	-0.24	0.00	0.00	0.00	资本支出	-524.37	-500.00	-500.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-306.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-830.68	-500.00	-500.00	0.00
营业利润	1031.18	1552.52	1567.91	1473.45	短期借款	-456.16	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.44	-3.19	-2.94	-3.02	长期借款	10.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	1028.75	1549.33	1564.97	1470.43	股权融资	50.00	0.00	0.00	0.00
所得税	141.35	212.88	215.03	202.04	支付股利	-85.03	-177.47	-267.28	-269.98
净利润	887.40	1336.45	1349.95	1268.40	其他	726.82	-203.25	-59.13	-57.61
少数股东损益	0.05	0.05	0.05	0.05	筹资活动现金流净额	245.63	-380.72	-326.41	-327.59
归属母公司股东净利润	887.35	1336.40	1349.90	1268.35	现金流量净额	107.49	-266.59	262.32	847.51
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1267.39	1000.80	1263.12	2110.63	成长能力				
应收和预付款项	2003.58	2586.27	3312.02	3710.60	销售收入增长率	36.90%	40.67%	25.33%	11.23%
存货	949.60	1317.82	1781.50	2085.37	营业利润增长率	97.41%	50.56%	0.99%	-6.02%
其他流动资产	472.86	9.59	12.02	13.37	净利润增长率	96.25%	50.60%	1.01%	-6.04%
长期股权投资	3.40	3.40	3.40	3.40	EBITDA 增长率	80.66%	56.19%	3.57%	-4.53%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1034.61	1449.47	1818.78	1673.10	毛利率	30.55%	31.45%	26.01%	22.18%
无形资产和开发支出	287.21	256.76	226.31	195.85	三费率	5.86%	9.14%	7.93%	6.83%
其他非流动资产	73.36	72.22	71.09	69.95	净利率	17.56%	18.80%	15.16%	12.80%
资产总计	6092.02	6696.33	8488.24	9862.28	ROE	28.35%	32.24%	25.82%	20.37%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.57%	19.96%	15.90%	12.86%
应付和预收款项	1225.41	1592.91	2242.61	2579.41	ROIC	36.17%	37.07%	28.11%	23.50%
长期借款	10.01	10.01	10.01	10.01	EBITDA/销售收入	21.89%	24.31%	20.09%	17.24%
其他负债	1725.92	948.57	1008.12	1046.94	营运能力				
负债合计	2961.34	2551.49	3260.74	3636.36	总资产周转率	1.01	1.11	1.17	1.08
股本	654.10	654.10	654.10	654.10	固定资产周转率	10.28	7.23	5.45	5.67
资本公积	520.25	520.25	520.25	520.25	应收账款周转率	3.41	3.45	3.36	3.14
留存收益	1807.41	2966.34	4048.96	5047.32	存货周转率	4.45	4.30	4.25	3.98
归属母公司股东权益	3126.58	4140.69	5223.31	6221.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.27%	—	—	—
少数股东权益	4.10	4.15	4.20	4.25	资本结构				
股东权益合计	3130.68	4144.84	5227.51	6225.92	资产负债率	48.61%	38.10%	38.41%	36.87%
负债和股东权益合计	6092.02	6696.33	8488.24	9862.28	带息债务/总负债	23.71%	27.52%	21.54%	19.31%
					流动比率	2.16	2.79	2.58	2.78
					速动比率	1.72	2.04	1.86	2.05
					股利支付率	9.58%	13.28%	19.80%	21.29%
					每股指标				
					每股收益	1.36	2.04	2.06	1.94
					每股净资产	4.78	6.33	7.99	9.51
					每股经营现金	1.06	0.94	1.66	1.80
					每股股利	0.13	0.27	0.41	0.41
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1106.12	1727.68	1789.32	1708.34					
PE	17.08	11.34	11.23	11.95					
PB	4.85	3.66	2.90	2.44					
PS	3.00	2.13	1.70	1.53					
EV/EBITDA	13.13	8.56	8.12	8.01					
股息率	0.56%	1.17%	1.76%	1.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn